

Der Open-Access-Publikationsserver der ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft  
*The Open Access Publication Server of the ZBW – Leibniz Information Centre for Economics*

Henselmann, Klaus; Schrenker, Claudia; Schneider, Sebastian

**Working Paper**

## Unternehmensbewertung für erbschaft- und schenkungsteuerliche Zwecke: Anwendung verschiedener Bewertungsmethoden im Vergleich

Working papers in accounting valuation auditing, No. 2010-3

**Provided in cooperation with:**

Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg (FAU)

Suggested citation: Henselmann, Klaus; Schrenker, Claudia; Schneider, Sebastian (2010) : Unternehmensbewertung für erbschaft- und schenkungsteuerliche Zwecke: Anwendung verschiedener Bewertungsmethoden im Vergleich, Working papers in accounting valuation auditing, No. 2010-3, <http://hdl.handle.net/10419/30199>

**Nutzungsbedingungen:**

Die ZBW räumt Ihnen als Nutzerin/Nutzer das unentgeltliche, räumlich unbeschränkte und zeitlich auf die Dauer des Schutzrechts beschränkte einfache Recht ein, das ausgewählte Werk im Rahmen der unter

→ <http://www.econstor.eu/dspace/Nutzungsbedingungen> nachzulesenden vollständigen Nutzungsbedingungen zu vervielfältigen, mit denen die Nutzerin/der Nutzer sich durch die erste Nutzung einverstanden erklärt.

**Terms of use:**

*The ZBW grants you, the user, the non-exclusive right to use the selected work free of charge, territorially unrestricted and within the time limit of the term of the property rights according to the terms specified at*

→ <http://www.econstor.eu/dspace/Nutzungsbedingungen>  
*By the first use of the selected work the user agrees and declares to comply with these terms of use.*



Working Papers in Accounting Valuation Auditing Nr. 2010-3

Klaus Henselmann / Claudia Schrenker / Sebastian Schneider

---

Unternehmensbewertung für erbschaft- und  
schenkungsteuerliche Zwecke - Anwendung  
verschiedener Bewertungsmethoden im Vergleich

---



# **Unternehmensbewertung für erbschaft- und schenkungsteuerliche Zwecke – Anwendung verschiedener Bewertungsmethoden im Vergleich**

Working Papers in Accounting Valuation Auditing Nr. 2010-3  
[www.pw.wiso.uni-erlangen.de](http://www.pw.wiso.uni-erlangen.de)

**Klaus Henselmann\* / Claudia Schrenker\*\* / Sebastian Schneider\*\*\***

**Autoren:** \* Prof. Dr. Klaus Henselmann, \*\* Dipl.-Kff. Claudia Schrenker, Lehrstuhl für Rechnungswesen und Prüfungswesen, Rechts- und Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät, Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg, Lange Gasse 20, D-90403 Nürnberg, Tel. +49 911 5302 437, Fax +49 911 5302 401, [klaus.henselmann@wiso.uni-erlangen.de](mailto:klaus.henselmann@wiso.uni-erlangen.de), [claudia.schrenker@wiso.uni-erlangen.de](mailto:claudia.schrenker@wiso.uni-erlangen.de); \*\*\* Dipl.-Kfm. Sebastian Schneider, Mitarbeiter der Steuer- und Wirtschaftsprüfungskanzlei Dr. Schneider & Schneider, Hainstraße 22, D-96047 Bamberg, Tel. +49 951 986680, Fax +49 951 23564, [StB\\_Schneider@t-online.de](mailto:StB_Schneider@t-online.de)

**Schlagwörter:** Unternehmensbewertung, Unternehmenswert, Bewertungsmethoden, Bewertungsverfahren, Ertragswertverfahren, vereinfachtes Ertragswertverfahren, IDW S 1, Börsenwert, Erbschaftsteuer, Schenkungsteuer, Reform

**Title:** Business Valuation for inheritance and gift tax purposes – A comparison of different valuation methods

**Abstract:** In January 2009, the law on the reform of the inheritance tax and valuation law (German) came into force. As a result, the valuation of shares in non-listed corporations was fundamentally changed. The paper compares and analyzes different enterprise values through the application of different valuation methods.

**Keywords:** Business Valuation, Enterprise Value, Valuation Methods, Capitalised Earnings Method, Simplified Capitalised Earnings Method, IDW S 1, Stock Exchange Value, Inheritance Tax, Gift Tax, Reform

**JEL Classification:** G18, G38, K34, M41, M42

## Gliederung

1.	Einleitung .....	3
2.	Vereinfachtes Ertragswertverfahren .....	4
2.1	Grundsätzliche Vorgehensweise .....	4
2.2	Anwendung im Rahmen der Studie.....	5
2.2.1	Vorbemerkung.....	5
2.2.2	Annähernde Ermittlung der Ausgangsgrößen.....	6
2.2.3	Ermittlung der vereinfachten Ertragswerte .....	7
3.	Ertragswertverfahren nach IDW S 1 .....	8
3.1	Vorbemerkung.....	8
3.2	Anwendung im Rahmen der Studie.....	9
3.2.1	Ermittlung der Planwerte .....	9
3.2.2	Berücksichtigung von Ausschüttungen und Thesaurierungen.....	11
3.2.3	Ermittlung der Kapitalisierungszinssätze und der Ertragswerte .....	13
4.	Börsenwerte .....	14
5.	Gegenüberstellung der Unternehmenswerte .....	15
5.1	Vergleich der Ertragswerte und Analyse der Ergebnisse .....	15
5.2	Vergleich der Ertragswerte mit den Börsenwerten und Analyse der Ergebnisse.....	17
5.3	Weitere Aspekte zur Ergebnisanalyse .....	22
6.	Fazit.....	23
	Literaturverzeichnis.....	24

## 1. Einleitung

Zum 01.01.2009 trat das Gesetz zur Reform des Erbschaftsteuer- und Bewertungsrechts in Kraft.<sup>1</sup> Dadurch wurde unter anderem die Bewertung nicht börsennotierter Anteile an Kapitalgesellschaften grundlegend geändert. Die Änderungen umfassen die Abkehr vom so genannten Stuttgarter Verfahren, die Einführung des vereinfachten Ertragswertverfahrens, das in den §§ 199 bis 203 BewG verankert wurde, sowie die Akzeptanz weiterer „anerkannter“ Bewertungsmethoden.<sup>2</sup> In Abhängigkeit von dem für die Bewertung angewandten Verfahren können sich für die Unternehmens- bzw. Anteilswerte, und damit letztlich für die zu zahlende Erbschaft- und Schenkungsteuer, enorme Unterschiede ergeben. Die verschiedenen Verfahren unterscheiden sich jedoch auch erheblich in dem für die Durchführung der Bewertung notwendigen Zeit- und Kostenaufwand. In diesem Zusammenhang stellt sich insbesondere für die Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) die Frage, ob der Anwendung des relativ einfach durchzuführenden vereinfachten Ertragswertverfahrens Vorrang gewährt werden sollte oder sich z.B. die Einholung eines komplexeren und kostenaufwendigeren Gutachten zur Wertermittlung nach den Grundsätzen des IDW S 1 im Hinblick auf die zu zahlende Steuerschuld als lohnend erweisen könnte.

Um dieser Frage nachzugehen, wurden im Rahmen einer von den Autoren durchgeführten Studie Unternehmenswerte von 30 Kapitalgesellschaften nach dem vereinfachten Ertragswertverfahren und dem Ertragswertverfahren nach IDW S 1 annähernd errechnet. Um einen Vergleich der Verfahrenswerte mit den Marktwerten zu ermöglichen, wurde zur Durchführung der Studie auf 30 im SDAX notierte Unternehmen zurückgegriffen, deren veröffentlichte Konzernabschlüsse die Datengrundlage für die Bewertung darstellen.

In den folgenden Ausführungen wird zunächst die grundsätzliche Vorgehensweise bei Anwendung des vereinfachten Ertragswertverfahrens aufgezeigt und sowohl die An-

---

<sup>1</sup> Gesetz zur Reform des Erbschaftsteuer- und Bewertungsrechts vom 24.12.2008, kurz auch als Erbschaftsteuerreformgesetz bzw. ErbStRG bezeichnet.

<sup>2</sup> Zu den anzuwendenden Bewertungsverfahren und deren hierarchische Gliederung siehe § 11 BewG.

wendung dieses Verfahrens im Rahmen der Studie als auch die Anwendung des Ertragswertverfahrens nach IDW S 1 anhand von Beispielrechnungen erläutert. Anschließend wird kurz auf die für Vergleichszwecke herangezogenen Börsenwerte der betrachteten Unternehmen eingegangen, bevor die Ergebnisse der Studie durch Vergleiche der ermittelten verschiedenen Unternehmenswerte dargestellt und analysiert werden.

## **2. Vereinfachtes Ertragswertverfahren**

### **2.1 Grundsätzliche Vorgehensweise**

Die Anwendung des vereinfachten Ertragswertverfahrens ist gesetzlich in den §§ 199 bis 203 BewG verankert. Gemäß § 200 BewG setzt sich der vereinfachte Ertragswert aus dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens, dem Nettowert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens, dem gemeinem Wert der Beteiligungen und dem Nettowert des jungen Betriebsvermögens zusammen.<sup>3</sup>

Dabei wird der Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens durch Multiplikation des zukünftig nachhaltig erzielbaren Jahresertrags mit dem Kapitalisierungsfaktor errechnet (§ 200 Abs. 1 BewG). Grundlage für die Ermittlung dieses Jahresertrags ist der in der Vergangenheit<sup>4</sup> tatsächlich erzielte Durchschnittsertrag, der nach § 201 Abs. 2 S. 1 BewG i.d.R. aus den Betriebsergebnissen der letzten drei vor dem Bewertungsstichtag abgelaufenen Wirtschaftsjahre herzuleiten ist. Ausgangswert der Ermittlung der Betriebsergebnisse ist der jeweilige Gewinn i.S.d. § 4 Abs. 1 S. 1 EStG, der zunächst um die in § 202 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 bis 3 BewG aufgeführten Hinzurechnungen und Kürzungen zu korrigieren ist.<sup>5</sup> Zudem sind nach § 202 Abs. 3 BewG die ermittelten Betriebsergebnisse um einen Ertragsteueraufwand i.H.v. 30% pauschal<sup>6</sup> zu mindern. Die

---

<sup>3</sup> Ausführlicher dazu Oberste Finanzbehörden der Länder: Erlass v. 25.06.2009, Abschnitt 20; Siegmund, O./ Zipfel, L.: BB 2009, S. 2680; Stamm, A./ Blum, A.: StuB 2009, S. 807-808.

<sup>4</sup> Kritisch dazu bspw. Wenzel, K./ Hoffmann, A.: BBK 2009, S. 1126; Creutzmann, A.: DB 2008, S. 2788; Richter, A./ Viskorf, S./ Philipp, C.: DB Beilage 2/2009, S. 7-8.

<sup>5</sup> Ausführlicher dazu Kreutziger, S.: BewG, § 202 Rz. 2-12; Moench, D./ Albrecht, G.: Erbschaftsteuerrecht, S. 185.

<sup>6</sup> Kritisch dazu Klümpen-Neusel, C.: GmbH-Steuerpraxis 2009, S. 263-264.

Summe der Betriebsergebnisse wird schließlich durch drei dividiert. Das Ergebnis stellt den zukünftig nachhaltig erzielbaren Jahresertrag dar (§ 201 Abs. 2 S. 3 u. 4 BewG).

Der Kapitalisierungsfaktor errechnet sich aus dem Kehrwert des Kapitalisierungszinssatzes, der sich aus einem Basiszins und einem fixen Zuschlag<sup>7</sup> von 4,5% zusammensetzt (§ 203 Abs. 1 u. 3 BewG).<sup>8</sup>

Der Basiszins ist aus der langfristig erzielbaren Rendite öffentlicher Anleihen abzuleiten. Dabei ist der Zinssatz heranzuziehen, den die Deutsche Bundesbank anhand der Zinsstrukturdaten jeweils auf den ersten Börsentag des Jahres ermittelt (§ 203 Abs. 2 S. 1 u. 2 BewG). Für Bewertungsstichtage im Jahr 2009 wurde der Basiszins auf 3,61% festgelegt.<sup>9</sup> Der für eine rückwirkende Anwendung des vereinfachten Ertragswertverfahrens anzuwendende Basiszinssatz wurde für Bewertungsstichtage, die in das Jahr 2008 fallen, auf 4,58% festgesetzt und für Bewertungsstichtage, die im Jahr 2007 liegen, auf 4,02%.<sup>10</sup>

## **2.2 Anwendung im Rahmen der Studie**

### **2.2.1 Vorbemerkung**

Sowohl für die Ermittlung der vereinfachten Ertragswerte als auch der Ertragswerte nach IDW S 1 wurde als Bewertungsstichtag der 31.12.2007 festgelegt. In den folgenden zwei Kapiteln wird die Anwendung des vereinfachten Ertragswertverfahrens im Rahmen der Studie anhand einer Beispielrechnung dargestellt. Dabei werden insbesondere getroffene Annahmen und vorgenommene Abweichungen von der grundsätzlichen Vorgehensweise bei Anwendung dieser Bewertungsmethode erläutert, die durch nicht vorliegende Informationen hinsichtlich unternehmensinterner Daten bedingt sind. Ana-

---

<sup>7</sup> Ausführlicher dazu BT-Drucks. 16/11107, S. 13.

<sup>8</sup> Kritisch dazu bspw. Kreutziger, S.: BewG, § 203 Rz. 2; Balz, U./ Bordemann, H.: Status Recht 03/2009, S. 77; Gerber, C./ König, J.: Status Recht 04-05/2009, S. 132.

<sup>9</sup> Vgl. BMF-Schreiben v. 07.01.2009.

<sup>10</sup> Vgl. BMF-Schreiben v. 17.03.2009.



log der folgenden Beispielrechnungen wurden für alle 30 im Rahmen der Studie untersuchten Unternehmen die vereinfachten Ertragswerte annähernd errechnet.

### 2.2.2 Annähernde Ermittlung der Ausgangsgrößen

Bei der Ermittlung des Unternehmenswertes nach dem vereinfachten Ertragswertverfahren stellen die Gewinne nach § 4 Abs. 1 S. 1 EStG die Ausgangsgrößen der Berechnungen dar. Da den Autoren nicht die Steuerbilanzen, sondern lediglich die veröffentlichten Konzernabschlüsse nach IAS/IFRS der zu bewertenden Unternehmen vorliegen, bedarf es zur Ermittlung der Ausgangsgrößen einer indirekten Herangehensweise, die im Folgenden erläutert wird:

Die Ausgangsgrößen der durchgeführten Berechnungen stellen die auf den IAS/IFRS basierenden Periodenergebnisse vor Steuern dar. Um annähernd die steuerbilanziellen Gewinne zu errechnen, wurde eine Überleitungsrechnung mit Hilfe der in den Konzernabschlüssen ausgewiesenen latenten Steuern vorgenommen.<sup>11</sup> Dabei wurden Korrekturbeträge ermittelt, um die das jeweilige nach IAS/IFRS ausgewiesene Periodenergebnis vor Steuern korrigiert wurde. Zur Berechnung dieser Korrekturbeträge wurden jeweils die in den Abschlüssen der Jahre 2005 bis 2007 ausgewiesenen latenten Steuern und deren Veränderungen zum jeweiligen Vorjahr ermittelt und diese mit dem für die Berechnung der latenten Steuern, in den Geschäftsberichten der Unternehmen angegebenen, maßgeblichen Steuersätze gewichtet. Bei der Korrektur der Periodenergebnisse vor Steuern sind die vier folgenden Fälle zu unterscheiden:

Veränderung der latenten Steuern	Korrektur des Periodenergebnisses (IAS/IFRS)
Zunahme der aktiven latenten Steuern	Periodenergebnis + Korrekturbetrag
Abnahme der aktiven latenten Steuern	Periodenergebnis - Korrekturbetrag
Zunahme der passiven latenten Steuern	Periodenergebnis - Korrekturbetrag
Abnahme der passiven latenten Steuern	Periodenergebnis + Korrekturbetrag

**Abb. 1: Mögliche Veränderungen der latenten Steuern und Korrekturen des Periodenergebnisses vor Steuern**

---

<sup>11</sup> Ausweis, Ansatz und Bewertung von latenten Steuern in nach IAS/IFRS aufgestellten Abschlüssen regelt IAS 12. Weiterführende Literatur siehe bspw. Eitzen, B./Dahlke, J.: Bilanzierung, S. 45-73.

Die Ermittlung der Korrekturbeträge und die annähernde Ermittlung der steuerbilanziellen Gewinne zeigt die folgende Beispielrechnung:

<b>Beispiel AG</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
Periodenergebnis vor Steuern (IAS/IFRS)	16.000 €	18.500 €	23.000 €
<b>Veränderungen der latenten Steuern und Ermittlung der Korrekturbeträge:</b>			
Aktive latente Steuern aktuelles Jahr	7.500 €	6.000 €	5.000 €
Aktive latente Steuern Vorjahr	9.000 €	7.500 €	6.000 €
Zunahme bzw. Abnahme	-1.500 €	-1.500 €	-1.000 €
Steuersatz	38%	38%	38%
<b>Korrekturbetrag</b>	<b>-3.947 €</b>	<b>-3.947 €</b>	<b>-2.632 €</b>
Passive latente Steuern aktuelles Jahr	3.000 €	2.500 €	4.000 €
Passive latente Steuern Vorjahr	2.500 €	3.000 €	2.500 €
Zunahme bzw. Abnahme	500 €	-500 €	1.500 €
Steuersatz	38%	38%	38%
<b>Korrekturbetrag</b>	<b>-1.316 €</b>	<b>1.316 €</b>	<b>-3.947 €</b>
<b>Korrekturbetrag gesamt</b>	<b>-5.263 €</b>	<b>-2.631 €</b>	<b>-6.579 €</b>
<b>Annähernder Gewinn i.S.d. § 4 Abs. 1 S. 1 EStG</b>	<b>10.737 €</b>	<b>15.869 €</b>	<b>16.421 €</b>

Abb. 2: Annähernde Ermittlung der Ausgangsgrößen

### 2.2.3 Ermittlung der vereinfachten Ertragswerte

Ausgehend von den annähernd ermittelten Gewinnen i.S.d. § 4 Abs. 1 S. 1 EStG der Geschäftsjahre 2005 bis 2007 wurden die vereinfachten Ertragswerte der 30 zu bewertenden Unternehmen errechnet. Die Vorgehensweise dazu wird anhand der Beispielrechnung in Abbildung 3 veranschaulicht und im Folgenden erläutert:

<b>Beispiel AG</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
<b>Annähernder Gewinn i.S.d. § 4 Abs. 1 S. 1 EStG</b>	<b>10.737 €</b>	<b>15.869 €</b>	<b>16.421 €</b>
Korrekturen (§ 202 Abs. 1 BewG)	3.000 €	2.000 €	-
Pauschale Ertragsteuer 30%	-4.121 €	-5.361 €	-4.926 €
<b>Betriebsergebnis +/- Korrekturen und Ertragsteuer</b>	<b>9.616 €</b>	<b>12.508 €</b>	<b>11.495 €</b>
Summe der Betriebsergebnisse	33.619 €		
<b>Durchschnittsertrag / Jahresertrag</b>	<b>11.206 €</b>		
Kapitalisierungszinssatz	8,52%		
Kapitalisierungsfaktor	11,74		
<b>Vereinfachter Ertragswert (annähernd)</b>	<b>131.558 €</b>		

Abb. 3: Annähernde Ermittlung des vereinfachten Ertragswertes

Die in Kapitel 2.1 erwähnten Hinzurechnungen und Kürzungen, um die jeweils der Gewinn i.S.d. § 4 Abs. 1 S. 1 EStG zu korrigieren ist, erfolgten im Rahmen der Studie dahingehend, dass Korrekturen um Erträge und Aufwendung vorgenommen wurden, die nach einer Analyse der Konzernabschlüsse zu offensichtlich unzutreffenden nachhaltigen Jahresergebnissen führen würden. Dabei handelt es sich i.d.R. um unregelmäßige Schwankungen der sonstigen betrieblichen Erträge und Aufwendungen. Ebenso wurden Hinzurechnungen in Höhe der Abschreibungsbeträge auf den Geschäfts- oder Firmenwert vorgenommen. An dieser Stelle sei darauf hingewiesen, dass Aufwendungen und Erträge im Zusammenhang mit dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen und dem jungen Betriebsvermögen sowie im Zusammenhang mit Beteiligungen nicht hinzuge-rechnet bzw. gekürzt wurden. Infolge dessen wurden die vereinfachten Ertragswerte abweichend von der in Kapitel 2.1 erläuterten Vorgehensweise errechnet. Ursächlich hierfür sind den Autoren nicht vorliegende notwendige Informationen, wie beispielsweise zur Abgrenzung des betriebsnotwendigen vom nicht betriebsnotwendigen Vermögen, zur Bestimmung des jungen Betriebsvermögens sowie zur Ermittlung des gemeinen Wertes der Beteiligungen der zu bewertenden Unternehmen an anderen Gesellschaften. Die vereinfachten Ertragswerte wurden daher näherungsweise aus dem nachhaltigen Ertragswert des gesamten Vermögens der Unternehmen errechnet.

Die um die genannten Hinzurechnungen und Kürzungen korrigierten Gewinne wurden um den pauschalen Ertragsteueraufwand i.H.v. 30% gemindert, die Summe dieser Betriebsergebnisse nach Steuern durch drei dividiert und die somit errechneten durchschnittlichen Jahreserträge mit dem Kapitalisierungsfaktor i.H.v. 11,74 multipliziert. Das Ergebnis der Berechnungen stellt den annähernd ermittelten vereinfachten Ertragswert dar.

### **3. Ertragswertverfahren nach IDW S 1**

#### **3.1 Vorbemerkung**

Dem Ertragswertverfahren liegt die Überlegung zu Grunde, mit welchen finanziellen Überschüssen in Zukunft nachhaltig gerechnet werden kann. Zur Berechnung des Un-

ternehmenswertes ist daher der Barwert der für die Zukunft prognostizierten Ertragsüberschüsse zu ermitteln.

Da es sich bei dem Ertragswertverfahren um ein bekanntes Verfahren zur Unternehmensbewertung handelt, wird an dieser Stelle auf eine detaillierte Beschreibung zur grundsätzlichen Vorgehensweise verzichtet.<sup>12</sup> Im Folgenden wird die Anwendung des Ertragswertverfahrens in der durchgeführten Studie anhand von Beispielrechnungen dargestellt und erläutert. Dabei wird insbesondere auf getroffene Annahmen sowie Abweichungen von den Vorschriften des IDW S 1 eingegangen.

## **3.2 Anwendung im Rahmen der Studie**

### **3.2.1 Ermittlung der Planwerte**

Für die Prognose der zukünftigen finanziellen Überschüsse der zu bewertenden Unternehmen wurde zunächst deren bisherige wirtschaftliche Entwicklung in den Geschäftsjahren 2005 bis 2007 anhand der veröffentlichten Geschäftsberichte analysiert. Da den Autoren für die zu bewertenden Unternehmen keine Planungsrechnungen für zukünftige Jahre vorliegen, wurden die vergangenheits- und stichtagsbezogenen Informationen zugrunde gelegt und hieraus die Zukunftserfolge abgeleitet. Die Bereinigung der Vergangenheitsdaten erfolgte analog der Anwendung des vereinfachten Ertragswertverfahrens.<sup>13</sup> Die zukünftigen finanziellen Überschüsse wurden für zwei Jahre detailliert geplant und ab 2010 als ewige Rente abgebildet.

Zunächst wurden im Rahmen der Bewertung die künftigen Ergebnisse nach Steuern geplant. Die Vorgehensweise dazu ist beispielhaft in der Abbildung 4 dargestellt und wird im Folgenden erläutert.

---

<sup>12</sup> Für detaillierte Ausführungen zum Ertragswertverfahren siehe IDW S 1 i.d.F. 2008; Peemöller, V. H./Kunowski, S., in: Peemöller, V. H. (Hrsg.): Unternehmensbewertung, S. 265-338; Ballwieser, W.: Unternehmensbewertung, S. 12-115.

<sup>13</sup> Siehe dazu Kapitel 2.2.2.

Beispiel AG	Ist 2007	Planjahr 2008	Planjahr 2009	Restwert- zeitraum ab 2010
Umsatzwachstumsrate		2,00%	1,75%	1,50%
Umsatzerlöse	160.000 €	163.200 €	166.056 €	168.547 €
Werttreiber		0,13889	0,13889	0,13889
Ergebnis vor Steuern		22.667 €	23.064 €	23.409 €
Unternehmensindividueller Steuersatz		38,00%	38,00%	38,00%
Steuern vom Einkommen und Ertrag		-8.613 €	-8.764 €	-8.895 €
<b>Ergebnis nach Steuern</b>		<b>14.054 €</b>	<b>14.300 €</b>	<b>14.514 €</b>

**Abb. 4: Ermittlung der zukünftigen Ergebnisse nach Steuern**

Zur Prognose der zukünftigen Ergebnisse nach Steuern wurde die durchschnittliche Umsatzrentabilität der vergangenen drei Geschäftsjahre als Werttreiber<sup>14</sup> herangezogen. Zur Berechnung dessen wurden sowohl aus den Umsatzerlösen als auch aus den bereinigten Ergebnissen vor Steuern der Jahre 2005 bis 2007 jeweils die Durchschnittswerte ermittelt, anhand derer die durchschnittliche Umsatzrentabilität als Werttreiber errechnet wurde.

Um mit Hilfe dieses Werttreibers die künftigen Ergebnisse nach Steuern zu ermitteln, sind zunächst die künftigen Umsatzerlöse zu prognostizieren. Sofern aus den Geschäftsberichten der Unternehmen konkrete Angaben zu den für 2008 geplanten Umsatzerlösen vorhanden waren, wurden diese bei der Planungsrechnung berücksichtigt. In den anderen Fällen wurde die Umsatzentwicklung der vergangenen drei Geschäftsjahre untersucht und für die Festlegung der Umsatzsteigerungsrate für das Planjahr 2008 der Durchschnittswert aus den Steigerungsraten der Vergangenheit herangezogen. Für den Restwertzeitraum wurde für alle zu bewertenden Unternehmen eine pauschale Umsatzwachstumsrate i.H.v. 1,5% festgesetzt; für das Planjahr 2009 der Mittelwert der Umsatzwachstumsrate aus 2008 und der des Restwertzeitraums herangezogen. Anhand dieser Steigerungsraten wurden ausgehend von den in den Geschäftsberichten der Unternehmen ausgewiesenen Umsatzerlösen im Jahr 2007 die Umsätze für die Planjahre und den Restwertzeitraum ermittelt.

<sup>14</sup> Zur ausführlichen Darstellung von Werttreibern und möglichen Komponenten siehe bspw. Henselmann, K./ Kniest, W.: Unternehmensbewertung, S. 61-75; Ernst, H./ Hanikaz, M., in: Peemöller, V. H. (Hrsg.): Unternehmensbewertung, S. 214-218.

Mit Hilfe des Werttreibers wurden, durch Multiplikation der prognostizierten Umsatzerlöse mit der Umsatzrentabilität, die Ergebnisse vor Steuern für die Zukunft geplant, die um zu zahlende Unternehmenssteuern zu kürzen sind. Hierzu wurde der von den jeweiligen Unternehmen für das Jahr 2008 erwartete unternehmensspezifische Steuersatz für den gesamten Planungszeitraum herangezogen.

### 3.2.2 Berücksichtigung von Ausschüttungen und Thesaurierungen

Bei den im vorangegangenen Kapitel errechneten prognostizierten Ergebnissen nach Steuern handelt es sich um die zur Ausschüttung zur Verfügung stehenden Beträge. Um letztlich die den Anteilseignern zufließenden Nettoeinnahmen zu ermitteln, sind Ausschüttungen bzw. Thesaurierungen zu berücksichtigen und deren steuerliche Konsequenzen im Bewertungskalkül abzubilden. Die Vorgehensweise dazu verdeutlicht die folgende Abbildung und wird anschließend erläutert.

Beispiel AG	Planjahr 2008	Planjahr 2009	Restwert- zeitraum ab 2010
<b>Ergebnis nach Steuern</b>	<b>14.054 €</b>	<b>14.300 €</b>	<b>14.514 €</b>
Wachstumsbedingte Thesaurierung			1.263 €
Ausschüttungsfähiges Ergebnis	14.054 €	14.300 €	
Ausschüttungsquote	50%	50%	91%
Thesaurierung	7.027 €	7.150 €	1.263 €
Ausschüttung	7.027 €	7.150 €	13.251 €
Typisierte Ertragsteuer auf Thesaurierung (13,1875%)	-927 €	-943 €	-
Abgeltungssteuer auf Ausschüttung (26,375%)	-1.853 €	-1.886 €	-3.495 €
Wertbeitrag aus Thesaurierung	6.100 €	6.207 €	-
Wertbeitrag aus Ausschüttung	5.174 €	5.264 €	9.756 €
<b>Nettoeinnahmen</b>	<b>11.274 €</b>	<b>11.471 €</b>	<b>9.756 €</b>

**Abb. 5: Ermittlung der Nettoeinnahmen**

Für die Planjahre 2008 und 2009 wurde im Rahmen der Studie, auf Grund nicht vorliegender Informationen zu der zukünftigen Ausschüttungspolitik der zu bewertenden Unternehmen, eine Ausschüttungsquote i.H.v. 50% unterstellt. Weiterhin wurde in der Detailplanungsphase von einer kapitalwertneutralen Wiederanlage des Thesaurierungsbeitrages ausgegangen, die durch die fiktive unmittelbare Zurechnung der um die typisierte

Ertragsteuer geminderten thesaurierten Beträge an die Anteilseigner abgebildet werden kann.<sup>15</sup>

Mit Einführung der Abgeltungssteuer können thesaurierte Mittel theoretisch nur durch eine unendlich lange Beteiligungsdauer an dem Unternehmen steuerfrei bleiben. Die Besteuerung von Veräußerungsgewinnen ist daher im Bewertungskalkül zu berücksichtigen.<sup>16</sup> Bei Unterstellung einer mittel- bis langfristigen Haltedauer der Anteile wird ein typisierter Ertragsteuersatz i.H.v. 12,5% zzgl. Solidaritätszuschlag (insgesamt 13,1875%) für sachgerecht erachtet.<sup>17</sup> Hingegen werden die Ausschüttungsbeträge mit Abgeltungssteuer i.H.v. 25% zzgl. Solidaritätszuschlag (insgesamt 26,375%) belastet. Die so ermittelten Wertbeiträge aus Thesaurierung und Ausschüttung stellen den Gesamtbetrag der Nettoeinnahmen im Detailplanungszeitraum dar.

Im Restwertzeitraum wurde im Rahmen der Studie von einer höheren Ausschüttungsquote ausgegangen. Den Autoren erscheint eine auf lange Frist angelegte Thesaurierungsquote i.H.v. 50% als nicht sachgerecht. Vielmehr ist davon auszugehen, dass lediglich die für die Finanzierung des Wachstums benötigten Mittel auf lange Sicht thesauriert werden und die Restbeträge der finanziellen Überschüsse den Anteilseignern in Form von Ausschüttungen zufließen.<sup>18</sup> Daher wurden, wie auch die Beispielrechnung (Abb. 5) zeigt, die für die zu bewertenden Unternehmen prognostizierten nachhaltigen Ergebnisse nach Steuern um den Betrag der wachstumsbedingten Thesaurierung gekürzt. Der Restbetrag (in der Beispielrechnung 13.251 €) wurde als Ausschüttung an die Anteilseigner unterstellt und folglich um die Abgeltungssteuer zzgl. Solidaritätszuschlag (insgesamt 26,375%) gemindert. Zur Finanzierung des nachhaltigen Wachstums wurde für alle Unternehmen mit einer Thesaurierung in Höhe der Wachstumsrate (1,5%) bezogen auf das bilanzielle Eigenkapital am Ende des Detailplanungszeitraums

---

<sup>15</sup> Vgl. IDW: WP Handbuch II, Rn. A 92.

<sup>16</sup> Vgl. IDW: WP Handbuch II, Rn. A 326.

<sup>17</sup> Vgl. auch Wagner, W./ Saur, G./ Willershausen, T.: WPg 2008, S. 736.

<sup>18</sup> Zur kritischen Beurteilung der Bestimmung der Ausschüttungsquote vgl. auch Großfeld, B.: Unternehmensbewertung, S. 144 m.w.N. zur kritischen Beurteilung der Teilausschüttungshypothese in der gerichtlichen Praxis im Rahmen von Spruchverfahren.

gerechnet. Ausgehend von einem bilanziellen Eigenkapital am 31.12.2007 i.H.v. 70.000 € in der Beispielrechnung ergibt sich der Betrag der wachstumsbedingten The-saurierung i.H.v. 1.263 €

### 3.2.3 Ermittlung der Kapitalisierungszinssätze und der Ertragswerte

Die prognostizierten Nettoeinnahmen der Anteilseigner sind mit dem Kapitalisierungszinssatz auf den Bewertungsstichtag abzuzinsen. Unter Zugrundelegung der von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zinsstrukturdaten wurde im Rahmen der Studie ein Basiszins i.H.v. 4,65% (vor Steuern) herangezogen.<sup>19</sup> Der Basiszinssatz wurde um die Abgeltungssteuer einschließlich Solidaritätszuschlag i.H.v. insgesamt 26,375% ge-mindert. Damit errechnet sich ein Basiszinssatz (nach Steuern) i.H.v. 3,42%. Die Nach-steuer-Marktrisikoprämie wurde mit 5,5% angesetzt.<sup>20</sup>

Für die Berechnung der unternehmensindividuellen Betafaktoren sind die vom Finanz-dienstleister Bloomberg zum 31.12.2007 ermittelten Daten der 30 zu bewertenden Un-ternehmen herangezogen worden. Der Ermittlung der Volatilitäten, und damit letztlich der Berechnung des Betafaktors, liegt ein beobachteter Zeitraum von einem Jahr mit einer täglichen Messung zu Grunde. Das so genannte unlevered Beta wurde auf die in-dividuellen Verschuldungsgrade der Unternehmen angepasst und somit das so genannte levered Beta für die Ermittlung des Risikozuschlags verwendet. Im Restwertzeitraum ab 2010 wurde der Kapitalisierungszinssatz um einen Wachstumsabschlag i.H.v. 1,5% gekürzt.<sup>21</sup> Bei einem Betafaktor von 1,0 errechnet sich in der Beispielrechnung ein Ka-

---

<sup>19</sup> Für den 31.12.2007 wurde von der Deutschen Bundesbank kein Zinssatz ausgewiesen. Daher wurde der am 28.12.2007 veröffentlichte Zinssatz herangezogen. Vgl. dazu Deutsche Bundesbank: Basiszins-satz.

<sup>20</sup> Vom IDW wurde bislang eine Nachsteuer-Marktrisikoprämie von 5,0% bis 6,0% empfohlen. Vgl. dazu IDW: WP Handbuch II, Rn. A 299. Für Bewertungsstichtage ab dem 01.01.2009 wird in Teilen der Li-teratur eine geringere Marktrisikoprämie empfohlen. Vgl. dazu bspw. Wagner, W./ Sauer, G./ Willers-hausen, T.: WPg 2008, S. 741. Nach Auffassung von *Zwirner/Reinholdt* sind sowohl höhere als auch niedrigere Marktrisikoprämien denkbar. Vgl. *Zwirner, C./ Reinholdt, A.*: IRZ 2009, S. 140.

<sup>21</sup> In der Bewertungspraxis werden i.d.R. Wachstumsraten in der Bandbreite von 0,5% bis 2,0% ange-setzt. Vgl. dazu *Zwirner, C./ Reinholdt, A.*: IRZ 2009, S. 141.



pitalisierungszinssatz von 8,92% für die Detailplanungsphase und 7,42% für den Restwertzeitraum.

Die im Rahmen der Studie ermittelten Kapitalisierungszinssätze für die bewerteten Unternehmen liegen in der Detailplanungsphase in der Bandbreite von 5,02% bis 13,82% bzw. zwischen 3,52% und 12,32% im Restwertzeitraum. Mit dem Kapitalisierungszinssatz wurden die Nettoeinnahmen auf den Bewertungsstichtag abgezinst und der Ertragswert aus der Summe der Barwerte gebildet.

Für die Beispiel AG errechnet sich so ein Ertragswert i.H.v. 130.848 €

#### **4. Börsenwerte**

Da in den Fällen einer Börsennotierung im regulierten Markt grundsätzlich nicht auf andere Bewertungsmethoden zurückgegriffen werden darf, erfolgt in der Besteuerungspraxis für erbschaftsteuerliche Zwecke generell kein Vergleich der Börsenwerte mit den Ertragswerten.

Da im Rahmen der vorliegenden Untersuchung die gemeinen Werte von 30 im SDAX notierten Unternehmen durch Anwendung von Ertragswertverfahren ermittelt wurden und für alle Unternehmen eine Börsennotierung zum 31.12.2007 vorlag, können aber zu Vergleichszwecken die jeweiligen unterschiedlichen Unternehmenswerte gegenübergestellt werden. Aus Vereinfachungsgründen wurden im Rahmen der Studie die Jahresschlusskurse zum 31.12.2007, und nicht der niedrigste an diesem Stichtag notierte Kurs, herangezogen. Der Börsenwert der Unternehmen (im Folgenden auch als Marktwert, Börsen- oder Marktkapitalisierung bezeichnet) wurde jeweils durch Multiplikation des Jahresschlusskurses mit der Anzahl der emittierten Aktien errechnet.<sup>22</sup>

---

<sup>22</sup> Die relevanten Daten wurden den Geschäftsberichten der bewerteten Unternehmen entnommen.

## 5. Gegenüberstellung der Unternehmenswerte

### 5.1 Vergleich der Ertragswerte und Analyse der Ergebnisse

Durch einen Vergleich der im Rahmen der Studie ermittelten Ertragswerte (Ertragswert nach IDW S 1 und vereinfachter Ertragswert) der 30 bewerteten Unternehmen lassen sich die folgenden Ergebnisse festhalten: Während der nach IDW S 1 ermittelte Ertragswert in 22 Fällen zum vergleichsweise höheren Ergebnis führt, kann dies für die ermittelten vereinfachten Ertragswerte in nur 8 Fällen festgestellt werden. Zudem ist zu beobachten, dass die beiden Ertragswerte zum Teil stark voneinander abweichen, wie aus der folgenden Grafik ersichtlich ist. Ein Vergleich der beiden Ertragswerte für die 30 bewerteten Unternehmen zeigt, dass der Ertragswert nach IDW S 1 im Durchschnitt 141% des vereinfachten Ertragswertes entspricht. Die einzelnen Abweichungen liegen in der Bandbreite von 23% bis 451%, der Median bei 129%.

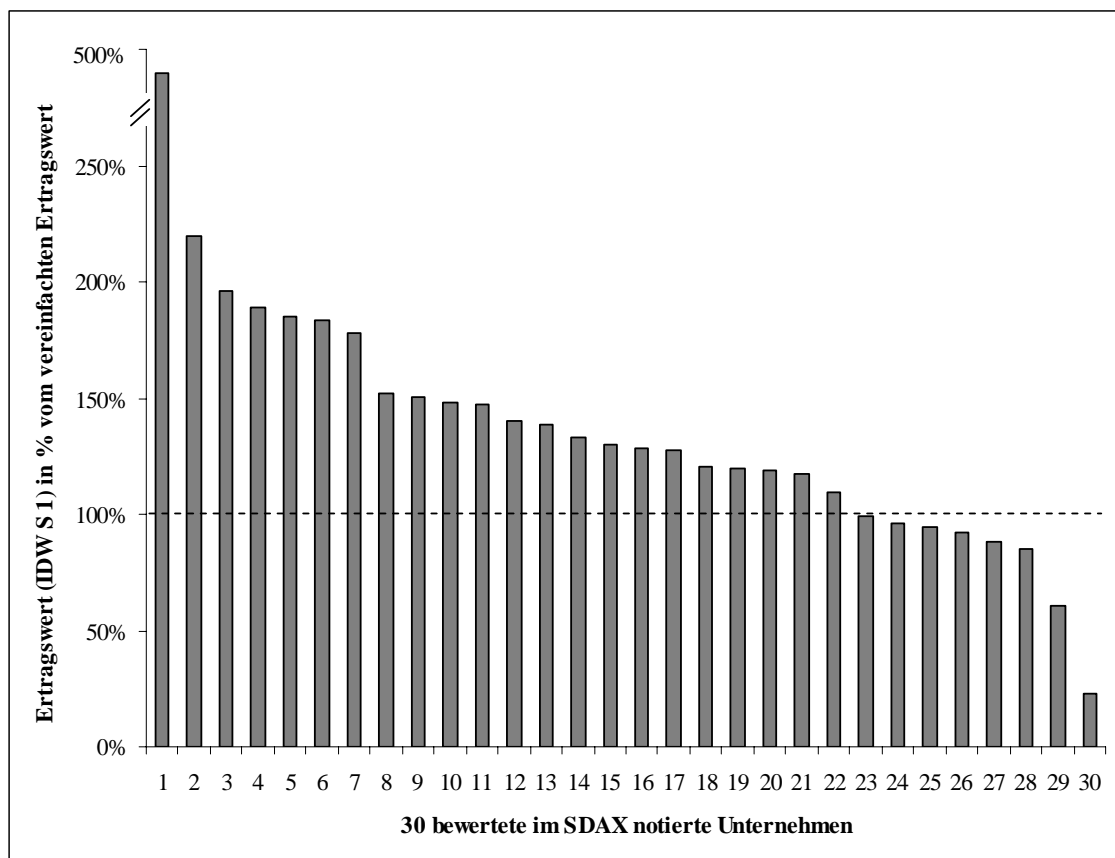


Abb. 6: Ertragswerte nach IDW S 1 in % von den vereinfachten Ertragswerten (absteigend sortiert)

Ein möglicher Grund für die Abweichungen zwischen den jeweiligen Ertragswerten liegt in den für die Berechnung der Unternehmenswerte herangezogenen unterschiedlichen Kapitalisierungszinssätzen. Während beim vereinfachten Ertragswertverfahren aufgrund der gesetzlichen Vorgaben für alle Unternehmen ein einheitlicher Kapitalisierungszinssatz i.H.v. 8,52% für den Bewertungsstichtag zum 31.12.2007 heranzuziehen ist, kommen im Rahmen des Ertragswertverfahrens nach IDW S 1 für die zu bewertenden Unternehmen abweichende Kapitalisierungszinssätze zur Anwendung. Für die Diskontierung der nachhaltigen finanziellen Überschüsse, also für die Ermittlung des Restwerts, liegen die Kapitalisierungszinssätze für die bewerteten Unternehmen in der Bandbreite von 3,52% bis 12,32%, wobei in 24 Fällen der Kapitalisierungszinssatz unter dem für das vereinfachte Ertragswertverfahren heranzuziehenden Zinssatzes i.H.v. 8,52% liegt. Die Gründe hierfür liegen zum einen in dem – im Vergleich zum vereinfachten Ertragswertverfahren – niedrigeren Basiszinssatz.<sup>23</sup> Zum anderen wird das unternehmensindividuelle Risiko durch den Betafaktor bei Ermittlung des Risikozuschlags berücksichtigt und ein Wachstumsabschlag i.H.v. 1,5% vorgenommen. Aufgrund der großen Hebelwirkung des Kapitalisierungszinssatzes und der großen Bedeutung des Restwerts für den Gesamtunternehmenswert<sup>24</sup> liegt in den verhältnismäßig niedrigen Zinssätzen im Restwertzeitraum ein möglicher Grund für die relativ hohen Unternehmenswerte bei Anwendung des Ertragswertverfahrens nach IDW S 1.<sup>25</sup>

Eine weitere Ursache für die relativ niedrigen vereinfachten Ertragswerte könnte darin begründet sein, dass es sich bei den bewerteten Gesellschaften überwiegend um wachstumsstarke Unternehmen handelt. Die in den Geschäftsberichten der Unternehmen vorhandenen Angaben zur voraussichtlichen zukünftigen Umsatz- und Ertragslage sind, mit nur wenigen Ausnahmen, als positiv zu verzeichnen. Dies wurde dementsprechend bei der Planung der zukünftigen finanziellen Überschüsse berücksichtigt, indem konkrete Planzahlen, bzw. eigens erstellte Prognosen aufgrund der – i.d.R. positiven – Ent-

---

<sup>23</sup> Siehe hierzu Kapitel 2.2.3 und 3.2.3.

<sup>24</sup> Vgl. Henselmann, K.: FB 2000, S. 152.

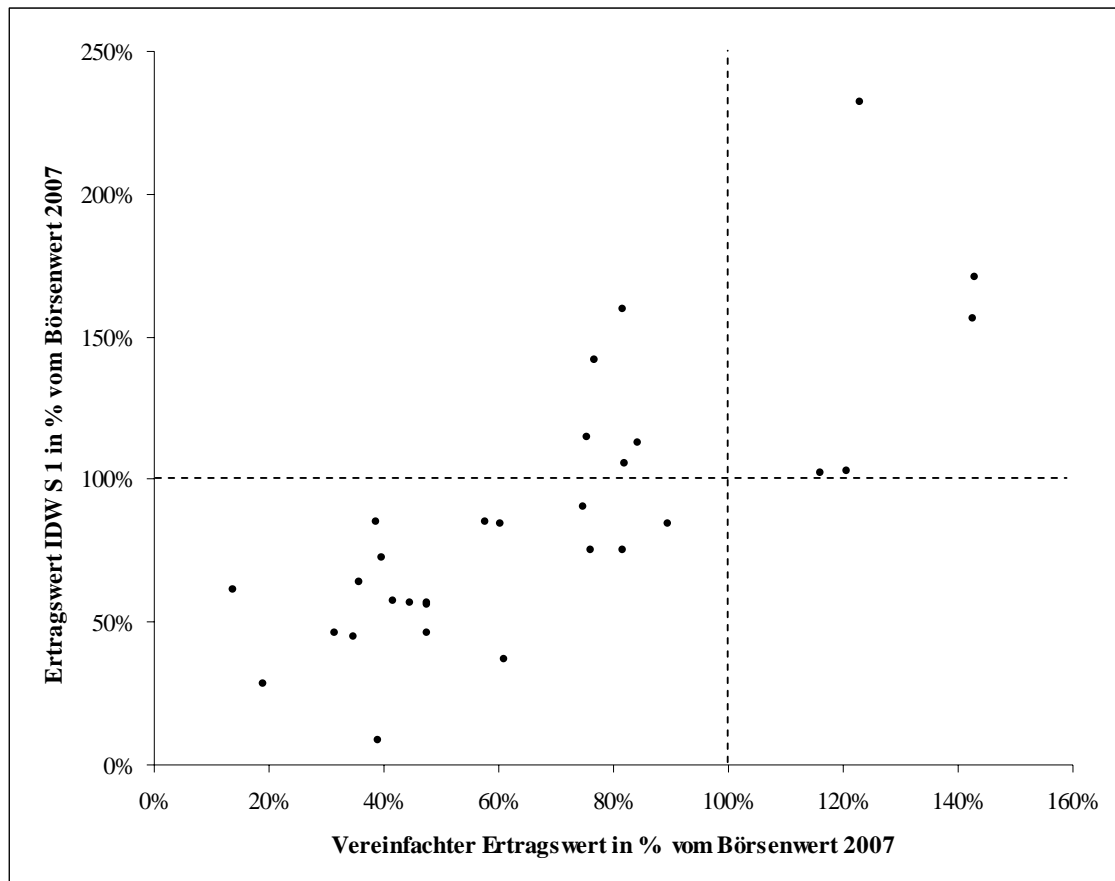
<sup>25</sup> Kritisch hinsichtlich der Anwendung des CAPM bei der Bewertung von KMU auch Wollny, C.: BBB 2008, S. 305.

wicklung in der Vergangenheit, in die Planungsrechnung eingeflossen sind. Hingegen stellt das vereinfachte Ertragswertverfahren rein auf Vergangenheitsdaten ab; der für die Zukunft prognostizierte positive Entwicklungstrend findet somit keine Berücksichtigung.

Für die Analyse der Ergebnisse, insbesondere der Abweichungen der vereinfachten Ertragswerte von den Ertragswerten nach IDW S 1, sei an dieser Stelle nochmals auf die im Rahmen dieser Studie lediglich annähernde Ermittlung der Werte hingewiesen. Bei Vorliegen von unternehmensindividuellen Planungsrechnungen, die konkretere Anhaltspunkte für die zu prognostizierenden finanziellen Überschüsse liefern, sowie bei Vorliegen der Steuerbilanzen zur exakten Ermittlung der Gewinne i.S.d. § 4 Abs. 1 S. 1 EStG und weiterer Informationen (z.B. zur Abgrenzung und Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens) können sich durchaus von den im Rahmen der vorliegenden Untersuchung ermittelten Ergebnisse abweichende Unternehmenswerte ergeben.

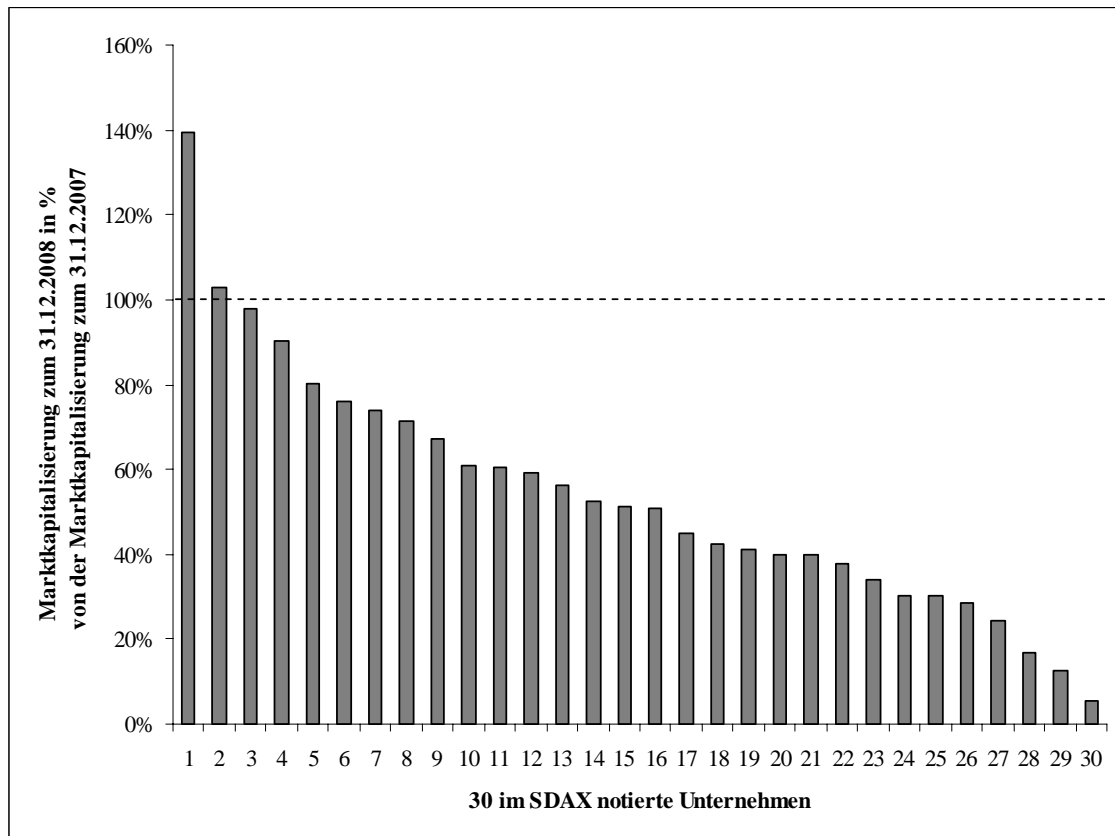
## **5.2 Vergleich der Ertragswerte mit den Börsenwerten und Analyse der Ergebnisse**

Ein Vergleich der ermittelten Ertragswerte mit der Marktkapitalisierung der 30 untersuchten Unternehmen zum 31.12.2007 zeigt, dass in 20 Fällen sowohl der vereinfachte Ertragswert als auch der Ertragswert nach IDW S 1 unter dem Wert der Marktkapitalisierung liegt. Bei fünf Unternehmen liegen beide Ertragswerte über dem Börsenwert. In den restlichen fünf Fällen ist zwar der ermittelte Ertragswert nach IDW S 1 höher als der Wert der Marktkapitalisierung, dieser jedoch wiederum höher als der vereinfachte Ertragswert. Die Zusammenhänge sind in der folgenden Grafik dargestellt:



**Abb. 7: Ertragswerte nach IDW S 1 und vereinfachte Ertragswerte in % vom Börsenwert 2007**

Beim Vergleich der Ertragswerte mit der Marktkapitalisierung ist zu berücksichtigen, dass die Börsenwerte der Unternehmen ganz entscheidend vom jeweiligen Kurs abhängig sind. Schon geringe Veränderungen der Tageskurse wirken sich entscheidend auf die Höhe des Unternehmenswertes aus. In welchem Maße sich der Börsenwert innerhalb eines Jahres verändern kann, verdeutlicht die folgende Abbildung, in der die Börsenwerte zum 31.12.2007 mit denen zum 31.12.2008 verglichen werden. Wie aus der Grafik ersichtlich ist, liegen die Börsenwerte der Unternehmen zum 31.12.2008 in 28 von 30 Fällen unterhalb des Börsenwertes zum 31.12.2007. Im Durchschnitt beträgt die Marktkapitalisierung zum Ende des Jahres 2008 nur 54% des Börsenwertes zum Jahresende 2007. Die Werte bewegen sich in der Bandbreite von 6% bis 139%; der Median liegt bei 51%.



**Abb. 8: Marktkapitalisierung zum 31.12.2008 in % von der Marktkapitalisierung zum 31.12.2007 (absteigend sortiert)**

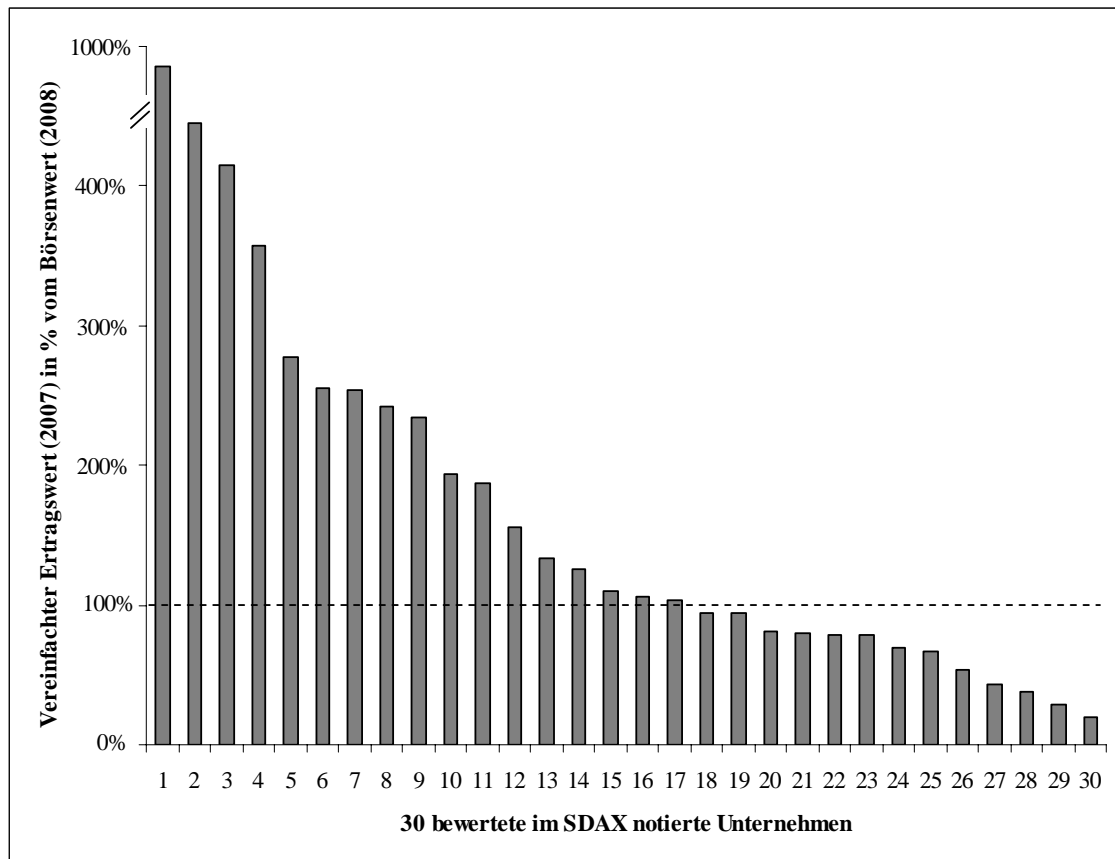
Der überwiegend starke Rückgang der Börsenwerte ist auf die im Jahr 2008 beginnende Finanz- und Wirtschaftskrise zurückzuführen. Bei der Ermittlung der Ertragswerte zum 31.12.2007 sind eventuelle Auswirkungen der Krise auf die Ertragslage der bewerteten Unternehmen nicht eingeflossen: Für die Berechnung der vereinfachten Ertragswerte sind generell nur Vergangenheitsdaten heranzuziehen, das Verfahren ist sozusagen „blind“ für die Zukunft. Bei der Ermittlung der Ertragswerte nach IDW S 1 zum 31.12.2007 wurde fiktiv auf den zum Stichtag vorliegenden Kenntnisstand abgestellt. Da die derart schlechte Entwicklung der wirtschaftlichen Lage Ende 2007 noch nicht vorhersehbar war, wurde diese auch bei der Planung der zukünftigen finanziellen Überschüsse nicht berücksichtigt.

Inwieweit die Ertragswerte der untersuchten Unternehmen zum Bewertungsstichtag 31.12.2008 von denen zum 31.12.2007 abweichen, wurde im Rahmen dieser Studie

nicht ausdrücklich untersucht. Dennoch kann vermutet werden, dass sich die Ertragswerte nach IDW S 1 im Verhältnis zu den vereinfachten Ertragswerten relativ gesehen stärker vermindern würden, da die negativen Zukunftsprognosen einen entscheidenden Einfluss auf die zu planenden zukünftigen finanziellen Überschüsse haben können.

Unter der Annahme einer rückläufigen Ertragslage in 2008 ist für die 30 bewerteten Unternehmen auch von einem gewissen Rückgang der vereinfachten Ertragswerte zum 31.12.2008 gegenüber den Werten zum 31.12.2007 auszugehen. Für die Ermittlung dieser Werte wären die Betriebsergebnisse der Jahre 2006 bis 2008 heranzuziehen. Da die positiven Betriebsergebnisse der ersten beiden Jahre und lediglich das für 2008 eventuell schlechtere Betriebsergebnis in die Wertermittlung einfließen würde, kann aber bei den vereinfachten Ertragswerten im Verhältnis zu den Ertragswerten nach IDW S 1 und den Börsenwerten von einem Rückgang in geringerem Ausmaß ausgegangen werden.

Zur Abschätzung der möglichen Verhältnisse der vereinfachten Ertragswerte zum 31.12.2008 zum Wert aus der Marktkapitalisierung Ende 2008 werden in der folgenden Abbildung die vereinfachten Ertragswerte zum 31.12.2007 den Börsenwerten zum 31.12.2008 gegenübergestellt:



**Abb. 9: Vereinfachte Ertragswerte zum 31.12.2007 in % vom Börsenkurs zum 31.12.2008 (absteigend sortiert)**

Wie aus obiger Grafik ersichtlich ist, liegen in 17 von 30 Fällen die zum 31.12.2007 ermittelten vereinfachten Ertragswerte über dem Wert der Marktkapitalisierung zum 31.12.2008, während im Vergleich mit der Marktkapitalisierung zum 31.12.2007 in nur fünf Fällen der vereinfachte Ertragswert einen höheren Wert aufweist als der Börsenwert.<sup>26</sup> Bei einer Gegenüberstellung der beiden, jeweils zum Stichtag 31.12.2008 ermittelten Unternehmenswerte, kann zwar aufgrund der wohl niedriger ausfallenden vereinfachten Ertragswerte davon ausgegangen werden, dass in weniger als 17 Fällen der vereinfachte Ertragswert über Börsenwert liegt. Die Frage, ob dies jedoch, wie zum 31.12.2007, bei nur fünf Unternehmen der Fall sein würde, ist vermutlich aufgrund der vorangegangenen Ausführungen zu verneinen.

<sup>26</sup> Vgl. dazu Abbildung 7.



### **5.3 Weitere Aspekte zur Ergebnisanalyse**

Hinsichtlich der Analyse der im Rahmen der Studie ermittelten Ergebnisse ist zu berücksichtigen, dass sich in den genannten Zahlen drei Effekte nicht widerspiegeln, die in der Besteuerungspraxis eine Rolle spielen dürften:

Gerade wenn Schenkungen längerfristig geplant werden, können die Zahlenwerte der Jahresabschlüsse im Jahr des Bewertungsstichtags sowie ggf. in den Vorjahren durch bilanzpolitische Maßnahmen beeinflusst werden. Zu denken ist insbesondere an Sachverhaltsgestaltungen und Bilanzierungswahlrechte, die in den historischen Referenzjahren zu Gewinnminderungen führen.

Zweitens sind die nach IDW S 1 aufzustellenden Planungsrechnungen sicher nicht frei von Ermessensspielräumen. Auch ein Gutachter, der einen objektivierten und typisierten Unternehmenswert ermitteln soll, wird hier vielleicht im Sinne seines Auftraggebers die Spielräume entsprechend ausnutzen. Um hier entgegenzuhalten, müsste von der Finanzbehörde ein entsprechendes Gegengutachten vorgelegt werden, was i.d.R. nicht zu erwarten sein wird.

Drittens hat der Steuerpflichtige faktisch ein Wahlrecht zwischen dem vereinfachten Ertragswert und einem Ertragswert laut Gutachten. Dieses Wahlrecht ist besonders wirksam bei einer sich ändernden Ertragslage: Erfolgt eine Erholung von niedrigen zu hohen Gewinnen, so spricht der strikte Vergangenheitsbezug aus Sicht des Steuerpflichtigen für das vereinfachte Ertragswertverfahren. Kommt es zu einem Einbruch von hohen zu niedrigen Gewinnen, so erlaubt die Planungsrechnung des IDW S 1 im Prinzip von niedrigen Überschüssen auszugehen. Der Steuerpflichtige wird ein Gutachten in Auftrag geben.

Diese drei Einflüsse führen im Ergebnis tendenziell zu einer Reduzierung des Ertragswertes.

## 6. Fazit

Wie aus den vorangegangenen Ausführungen ersichtlich ist, können sich bei Anwendung verschiedener Bewertungsmethoden die jeweiligen Unternehmenswerte erheblich voneinander unterscheiden. Es wird deutlich, dass es nicht *den* einen Unternehmenswert gibt, sondern sich verschiedene Werte in Abhängigkeit von der angewandten Methode, den Bewertungsparametern und der weiteren getroffenen Annahmen ergeben. In der durchgeführten Studie wurden für die 30 im SDAX notierten Unternehmen überwiegend vergleichsweise niedrige Werte bei Anwendung des vereinfachten Ertragswertverfahrens errechnet. Hieraus lässt sich ableiten, dass für nicht an der Börse notierte Unternehmen in dieser Größenordnung bei der Bewertung für erbschaft- und schenkungsteuerliche Zwecke die Anwendung des vereinfachten Ertragswertverfahrens im Hinblick auf die zu zahlende Steuerschuld durchaus vorteilhaft sein kann. Wie aus den Ergebnissen der Studie ersichtlich wird, sollte jedoch nicht generell auf die Einholung eines relativ zeit- und kostenintensiven Wertgutachtens zur Ermittlung des Ertragswertes verzichtet werden. Die relative Vorteilhaftigkeit hängt von der Ausgangssituation ab. Eine befürchtete generelle Wertüberhöhung im Vergleich zu den Marktwerten ist aber nicht festzustellen.

## **Literaturverzeichnis**

### **Verzeichnis der verwendeten Bücher und Zeitschriftenbeiträge:**

Ballwieser, W. (Unternehmensbewertung): Unternehmensbewertung – Prozess, Methoden und Probleme, 2. Auflage, Schäffer-Poeschel Verlag / Stuttgart 2007

Balz, U./ Bordemann, H.: Vereinfachtes Ertragswertverfahren: Maßvolle Differenzierung anstelle einheitlicher Werte notwendig!, in: Status Recht 03/2009, S. 77

Creutzmann, A.: Unternehmensbewertung im Steuerrecht – Neuregelungen des Bewertungsgesetzes ab 1.1.2009, in: DB 2008, S. 2784-2791

Eitzen von, B./ Dahlke, J. (Bilanzierung): Bilanzierung von Steuerpositionen nach IFRS – Latente Steuern im Einzel- und Konzernabschluss, Steuerrisiken, Zwischenberichterstattung, Schäffer-Poeschel Verlag / Stuttgart 2008

Ernst, H./ Hanikaz, M., in: Peemöller, V. H. (Hrsg.) (Unternehmensbewertung): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 4. Auflage, Verlag Neue Wirtschafts-Briefe / Herne / Berlin 2009

Gerber, C./ König, J.: Die aktuelle Rezession als Herausforderung für das vereinfachte Ertragswertverfahren, in: Status Recht 04-05/2009, S. 132-133

Großfeld, B. (Unternehmensbewertung): Recht der Unternehmensbewertung, 5. Auflage, RWS Verlag / Köln 2009

Henselmann, K.: Der Restwert in der Unternehmensbewertung – eine „Kleinigkeit“?, in: FB 2000, S. 151-157

Henselmann, K./ Kniest, W. (Unternehmensbewertung): Unternehmensbewertung: Praxisfälle mit Lösungen, 3. Auflage, Verlag Neue Wirtschafts-Briefe / Herne / Berlin 2002

IDW S 1 i.d.F. 2008: IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen, in: FN-IDW 2008, S. 271-292

- IDW (WP Handbuch II): WP Handbuch 2008 – Wirtschaftsprüfung, Rechnungslegung, Beratung, Band II, 13. Auflage, IDW-Verlag / Düsseldorf 2007
- Klumpen-Neusel, C.: GmbH-Anteilsbewertung – Erbschaftsteuerreform: Neuerungen bei der Bewertung von GmbH-Anteilen und Beteiligungen an GmbH & Co. KGs, in: GmbH-Steuerpraxis 2009, S. 261-266
- Kreutziger, S. (BewG), in: Kreutziger, S./ Schaffner, M./ Stephany, R.: Bewertungs-gesetz Kommentar, 2. Auflage, Verlag C. H. Beck / München 2009
- Moench, D./ Albrecht, G. (Erbschaftsteuerrecht): Erbschaftsteuerrecht einschließlich Schenkungsteuerrecht und Bewertung, 2. Auflage, Verlag C. H. Beck / München 2009
- Peemöller, V. H./ Kunowski S., in: Peemöller, V. H. (Hrsg.) (Unternehmensbewertung): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 4. Auflage, Verlag Neue Wirtschafts-Briefe / Herne / Berlin 2009
- Richter, A./ Viskorf, S./ Philipp, C.: Reform der Erbschaftsteuer zum 1.1.2009 – Überblick, Analyse, Gestaltungsempfehlungen, in: DB Beilage 2/2009
- Siegmund, O./ Zipfel, L.: Ländererlasse zur Erbschaftsteuerreform – Unternehmen betreffende Inhalte, in: BB 2009, S. 2678-2690
- Stamm, A./ Blum, A.: Erbschaftsteuerliche Bewertung von Betriebsvermögen: Vereinfachtes Ertragswertverfahren und Paketzuschlag, in: StuB 2009, S. 806-812
- Wagner, W./ Saur, G./ Willershausen, T.: Zur Anwendung der Neuerungen der Unternehmensbewertungsgrundsätze des IDW S 1 i.d.F. 2008 in der Praxis, in: WPg 2008, S. 731-747
- Wenzel, K./ Hoffmann, A.: Unternehmensbewertung im Rahmen der Erbschaftsteuerreform, in: BBK 2009, S. 1119-1132
- Wollny, C.: Der objektivierte Unternehmenswert als Bemessungsgrundlage der Erbschaftsteuer, in: BBB 2008, S. 303-305

Zwirner, C./ Reinholdt, A.: Auswirkungen der Finanz(markt)krise auf die Unternehmensbewertung, in: IRZ 2009, S. 139-141

### **Verzeichnis der verwendeten Gesetze und Rechtsquellen:**

Bewertungsgesetz (BewG) vom 01.02.1991, BGBl. I S. 230, zuletzt geändert durch Gesetz vom 24.12.2008, BGBl. I S. 3018

BMF-Schreiben vom 07.01.2009, BStBl. I 2009, S. 14

BMF-Schreiben vom 17.03.2009, BStBl. I 2009, S. 473

BT-Drucks. 16/11107 vom 26.11.2008: Bericht des Finanzausschusses zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung

Einkommensteuergesetz (EStG) vom 19.10.2002, BGBl. I S. 4210, ber. I 2003 S. 179, zuletzt geändert durch Gesetz vom 05.02.2009, BGBl. I S. 160

Gesetz zur Reform des Erbschaftsteuer- und Bewertungsrechts (ErbStRG) vom 24.12.2008, BGBl. I S. 3018

Oberste Finanzbehörden der Länder (Erlass vom 25.06.2009): Gleichlautender Erlass zur Umsetzung des Gesetzes zur Reform des Erbschaftsteuer- und Bewertungsrechts; Anwendung der §§ 11, 95 bis 109 und 199 ff. BewG in der Fassung durch das ErbStRG vom 25.06.2009, BStBl. I S. 698

### **Verzeichnis der verwendeten Internetquellen:**

Deutsche Bundesbank (Basiszinssatz): [http://www.bundesbank.de/statistik/statistik\\_zeitreihen.php?pen=zinsen&func=row&tr=WT3439&year=2007](http://www.bundesbank.de/statistik/statistik_zeitreihen.php?pen=zinsen&func=row&tr=WT3439&year=2007)  
(15.12.2009)











## Working Papers in Accounting Valuation Auditing Nr. 2010-3

Klaus Henselmann / Claudia Schrenker / Sebastian Schneider

---

### Unternehmensbewertung für erbschaft- und schenkungsteuerliche Zwecke - Anwendung verschiedener Bewertungsmethoden im Vergleich

---

Im Januar 2009 trat das Gesetz zur Reform des Erbschaftsteuer- und Bewertungsrechts in Kraft. Dadurch wurde unter anderem die Bewertung nicht börsennotierter Anteile an Kapitalgesellschaften grundlegend geändert. Das Working Paper beinhaltet einen Vergleich und die Analyse der bei Anwendung verschiedener Bewertungsmethoden resultierenden unterschiedlichen Unternehmenswerte.

#### **Business Valuation for inheritance and gift tax purposes - A comparison of different valuation methods**

In January 2009, the law on the reform of the inheritance tax and valuation law (German) came into force. As a result, the valuation of shares in non-listed corporations was fundamentally changed. The paper compares and analyzes different enterprise values through the application of different valuation methods.

#### **Impressum**

Nürnberg 2010

Herausgeber, Redaktion und Druck:

Lehrstuhl für Rechnungswesen und Prüfungswesen

Rechts- und Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät

Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg

Lange Gasse 20

90403 Nürnberg

Tel +49 911 5302 - 437

Fax +49 911 5302 - 401

[www.pw.wiso.uni-erlangen.de](http://www.pw.wiso.uni-erlangen.de)



Lehrstuhl für  
Rechnungswesen  
und Prüfungswesen

ISSN 1867-7932